

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620061150999

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

股改限售股解禁市场反应和成因分析

——基于异质信念角度

Market Reaction to Non-tradable Share Desterilization:

An Explanation Based on Heterogeneous Beliefs

王 蓓

指导教师姓名: 陈国进 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

## 内容摘要

从 2006 年 6 月 19 日第一笔股改限售股解禁事件开始,股改限售股解禁已渐渐成为全社会关注的焦点。限售股解禁将给市场带来什么冲击?投资者将如何应对?本文试图从异质信念的角度来分析这些问题。

异质信念对股票收益影响的理论研究最早始于 Miller (1977),他认为在异质信念和卖空限制的前提下,投资者对未来的不同预期将会影响股票价格的均衡,对未来持乐观态度的投资者将会买入和持有股票,悲观的投资者却因为卖空限制而不能参与市场交易,其结果是股票价格主要反应了乐观投资者的意见,造成了股票价格相对于其真实价格的高估。随着时间的推移,信息传递逐渐充分,投资者意见逐渐趋向于一致时,价格会趋向于真实价值,异质信念与股票未来收益呈负相关关系。

本文通过选取 2006 年 6 月至 2007 年 6 月间发生且仅发生过一次股改限售股解禁事件的 499 支股票作为研究样本,首先应用事件研究法分析限售股解禁后一个月的累积异常收益率,再以限售股解禁日及次日经市场调整的平均日换手率作为异质信念的代理指标,对限售股解禁日后短期后续累积异常收益率进行横截面回归,研究发现:(1)在股改限售股解禁日总体上并没有发生投资者大规模抛售股票的情况;(2)异质信念是影响股改限售股解禁短期后续收益的一个重要因素;(3)股改限售股解禁后一个月的收益,随着投资者对股改限售股解禁事件意见分歧程度的增大而严格减小,支持了 Miller (1977) 的理论。同时表明在投资者对股改限售股解禁信息存在异质信念的情况下,我国股市禁止卖空的制度性缺陷会导致股票市场存在一定的投机性泡沫。

股改限售股解禁在未来的十几年间将深刻地影响我国的股票市场,并对我国上市公司的公司治理、信息披露、股东行为等各方面产生影响,本文在对实证研究结果进行总结的基础上,试图从本文的研究视角出发提出一些政策建议。

**关键词:** 限售股解禁; 异质信念; 异常收益率

## Abstract

Since the first non-tradable shares became tradable on June 19, 2006, the desterilization of non-tradable shares came to our sight gradually. Questions such as what impact the selling off will bring to the market and how the tradable share-holders should react are what this thesis tries to answer from the prospective of heterogeneous beliefs.

Miller (1977) first studied the influence of heterogeneous beliefs on stock returns and claimed that provided heterogeneous beliefs and forbidding rules of short-selling, the heterogeneity of investors' expectation as to the future will change the equilibrium state of the stock price. Because the optimistic investors will buy and hold specific stock; but for short-selling pessimistic investors could not participate in trading. So the stock price will only reflect the opinion of the optimistic and result in higher price relative to their true value. With time passing by, investors would get sufficient information, their opinion would also converge and the stock price would tend to its true value resulting in a negative correlation between the future return and the degree of heterogeneous beliefs.

This thesis tried to explain the cumulated abnormal return after the desterilization of non-tradable shares by heterogeneous beliefs. By choosing a sample of 499 stocks for each of which there is only one desterilization event from June, 2006 to June, 2007, firstly I used the methodology of event study to analyze the cumulated abnormal returns during the next month of the desterilization day; then by using the average turnovers of the desterilization day and the day after as an agent index of heterogeneous believe to explain the cumulated abnormal returns through regressive method, I found that: there is no intensive selling-off on desterilization day for most samples; heterogeneous beliefs is an important factor affecting the returns after desterilization; the cumulated abnormal returns in one month after the desterilization are negatively correlated with the degree of heterogeneity in investors' believe as to the desterilization of non-tradable shares, which is in support of Miller's (1977) forecast. I also found that with the institutional limitation of forbidding rules on short selling, heterogeneous beliefs of investors as to the desterilization of non-tradable shares can lead to speculative bubbles in the stock market.

The reform of non-tradable shares will influence corporate governance, information disclosure and share-holder behavior of public firms and thus would undoubtedly have a significant impact on China's stock market in the next decade. And some policy suggestions are given based on the above empirical results.

**Key Words:** Heterogeneous Beliefs; Desterilization of Non-tradable Shares; Cumulated Abnormal Returns

# 目 录

<b>第一章 绪论 .....</b>	<b>1</b>
第一节 研究背景与意义 .....	1
第二节 文章结构与主要内容 .....	3
第三节 研究方法与创新点 .....	4
<b>第二章 股改限售股解禁 .....</b>	<b>6</b>
第一节 股权分置改革进程 .....	6
第二节 股改限售协议 .....	8
第三节 描述性统计 .....	10
第四节 投资者对限售股解禁所持的态度及成因分析 .....	11
<b>第三章 相关文献回顾 .....</b>	<b>13</b>
第一节 股改限售股解禁文献回顾 .....	13
第二节 异质信念资产定价理论和实证研究回顾 .....	15
3.2.1 异质信念的形成机制 .....	15
3.2.2 从静态模型到动态模型 .....	16
3.3.2 异质信念资产定价理论的实证检验 .....	19
<b>第四章 变量定义和研究方法 .....</b>	<b>24</b>
第一节 异质信念的衡量 .....	24
4.1.1 异质信念衡量方法简述 .....	24
4.1.2 异常换手率的构造方法 .....	25
第二节 研究方法思路 .....	26
第三节 研究方法简介 .....	28
<b>第五章 实证检验与分析 .....</b>	<b>30</b>
第一节 样本选择 .....	30
第二节 描述性统计 .....	30
第三节 累积异常收益率 .....	32

第四节 横截面回归结果分析 .....	33
第五节 稳健性检验 .....	35
第六章 结论与政策建议.....	36
第一节 结论 .....	36
第二节 相关政策建议 .....	36
第三节 本文局限性与未来研究方向 .....	39
附录 .....	41
参考文献.....	45
致谢 .....	50

# CONTENTS

<b>Chapter1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Background and Significance .....	1
1.2 Framework and Contents.....	3
1.3 Methodology and Innovations .....	4
<b>Chapter2 Desterilization of Non-tradable Shares.....</b>	<b>6</b>
2.1 Procedure of Non-tradable Share Reform.....	6
2.2 Agreement of Non-tradable Shares .....	8
2.3 Descriptive Statistics .....	10
2.4 Attitude of Non-tradable Shares' Desterilization.....	11
<b>Chapter3 Literature Review .....</b>	<b>13</b>
3.1 Literature Review of Non-tradable Shares' Desterilization.....	13
3.2 Review of Heterogeneous Beliefs Theory and Empirical Researches .....	15
3.2.1 Mechanisms That Can Generate Heterogeneous Beliefs .....	15
3.2.2 From Static Models to Dynamic Models .....	16
3.3.2 The Empirical Researches about Heterogeneous Beliefs Theory .....	19
<b>Chapter4 Variable Definition and Research Methods .....</b>	<b>24</b>
4.1 The Proxies for Divergence of Opinions .....	24
4.1.1 Discription of Proxies .....	24
4.1.2 The Proxy: Turnover .....	25
4.2 Methodology .....	26
4.3 Introduction of Methodology .....	28
<b>Chapter 5 Empirical Testing and Analysis.....</b>	<b>30</b>
5.1 Sample Selection.....	30
5.2 Descriptive Statistics .....	30
5.3 Cumulative Abnormal Return .....	32



5.4 Analysis of Cross-sectional regression.....	33
5.5 Robustness Check .....	35
<b>Chapter6 Conclusion and Related Policy Advice.....</b>	<b>36</b>
6.1 Conclusion .....	36
6.2 Related Policy Advice .....	36
6.3 Limitations and Perspectives .....	39
<b>Appendix .....</b>	<b>41</b>
<b>References .....</b>	<b>45</b>
<b>Acknowledgement .....</b>	<b>50</b>

## 第一章 绪论

本章共分为三个部分：第一部分分析本文的研究背景与意义；第二部分是对全文研究内容和文章结构的简介；第三部分则总结本文的研究方法和创新之处。

### 第一节 研究背景与意义

我国股票市场创建之初，政府出于保持公有经济的主体地位和防止国有资产流失的考虑，将上市公司股份人为分割为可流通的社会公众股和不可流通的国有股和法人股，形成独具中国特色的上市公司“股权分置”状态，并由此形成上市公司“一股独大”的高度集中的股权结构。在我国股市建立初期，这种特殊的“二元股权结构”安排确实起到了为国企筹集资金、帮助国企进行体制转变等作用，但随着改革的深化，股权分置所带来的诸多弊端日益显现，成为制约我国股市进一步健康稳定发展的根本性问题。《关于上市公司股权分置改革的指导意见》<sup>[1]</sup>第二条明确指出“股权分置扭曲资本市场定价机制，制约资源配置功能的有效发挥，公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的激励和约束，公司治理缺乏共同的利益基础，资本流动存在非流通股协议转让和流通股竞价交易两种价格，资本运营缺乏市场化操作基础。”

历史上，我国曾经对上市公司的非流通股的流通问题进行过多次的尝试和探索，包括股市建立初期的法人股流通试点、1999年国有股减持试点、2001年减持国有股补充社保基金等，但由于操作不规范和定价不合理等原因，这些改革措施最终均以失败而告终。

面对自2001年以来我国股票市场萎靡不振的局面，2004年1月31日，国务院出台《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》<sup>[2]</sup>，明确提出“要积极稳妥解决股权分置问题”。2005年4月29日，证监会颁布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动股权分置改革试点工作。5月9日确定三一重工、清华同方、紫江企业和金牛能源作为首批股改试点的4家上市公司，9月12日起股权分置改革在上市公司中全面展开，成为中国证券史上

具有里程碑意义的划时代事件。

此次股权分置改革，原非流通股股东一般采取向流通股股东支付一定的股改对价的方式取得流通权，到 2007 年底，股权分置改革已经基本完成，但因为股改限售协议的制度设计，目前我国股票市场尚未进入真正意义上的“全流通时代”。

2006 年 6 月 19 日，随着第一家股改试点公司三一重工的控股股东在市场上象征性地出售其持有的 100 股公司股份开始，股改限售股解禁逐步进入人们的视线。伴随着获得解禁的限售股逐步上市交易，我国股票市场将迎来大扩容时代，股改限售股解禁将对我国上市公司的公司治理、信息披露、股东行为等各方面产生长远而深刻的影响，已成为全社会关注的焦点。

此次股改，既无先例可供参考，也无经验可资借鉴，极具中国特色。自启动股权分置改革试点至今，股权分置改革迅速成为经济学界和财务学界关注和研究的热点问题。股改限售股解禁作为股权分置改革中一个重要的有机组成部分，研究此事件引起的市场反应，并分析异质信念在此过程中所起的作用，无论是增强人们对股权分置改革的了解和认识，还是为该领域系统研究添砖加瓦，无疑都具有十分重要的意义。

异质信念（Heterogeneous Beliefs）是指不同投资者对相同股票在相同持有期下的收益分布具有不同的判断，也称为意见分歧（Difference of Opinions）。从实践的角度看，异质信念是股票市场的基本特征。形成异质信念的渠道有多种：投资者自身的教育背景、职业、收入差异、股票市场信息传递渠道的不同等等。从某种意义上说，正因为投资者对买卖的不同判断，才有了活跃的股票市场。

Miller（1977）<sup>[3]</sup>最早将异质信念引入到资产定价中，提出在异质信念和卖空限制的双重前提下，对未来持乐观态度的投资者将会买入和持有股票，而悲观的投资者却因为卖空限制不能参与市场交易来充分表达自己的意见，其结果是股票价格主要反映了乐观投资者的意见，造成了股票价格相对其真实价值的高估，随着信息的传播，当投资者的信念趋于一致时，股价将回归到真实价值，即异质信念与股票未来收益呈负相关的关系。

异质信念的存在是我国股票市场的一个基本特征。据统计，截至 2007 年底，个人投资者占据我国资本市场 51.29% 的市场份额，证券投资基金只占据 25.68%

的份额，一般机构投资者仅有 16.63% 的份额<sup>[4]</sup>。在这样一个以个人投资者为主的市场中，投资者的受教育水平、收入水平、职业、年龄以及经历必然不尽相同，反应到证券投资行为中，会产生如下特点：一是由于个人投资者获取信息的渠道和能力大为不同，市场上的信息传递到各个投资者所需要的时间不同；二是投资者对同样信息可能产生完全不同的反应，例如，一些专业技术创新之类的信息可能对行业内的投资者产生影响，而普通投资者可能并不关注；三是投资者可能不会从其他投资者那里获取信息，其一方面源于投资者可能存在过度自信，另一方面源于投资者可能并没有意识到自己处于信息劣势。这些特点导致我国投资者之间存在严重的异质信念。

我国股票市场还存在一个明显的特征——卖空限制。虽然目前融资融券业务和股指期货已经进入人们的视野，但迄今为止我国资本市场还完全不能进行卖空交易。虽然卖空机制的缺失会导致我国证券市场的畸形发展，但是也使得我国市场可以提供完全异于成熟市场的交易数据，这无疑为检验异质信念假设下的资产定价实证研究提供了天然的“实验室”（张维、张永杰，2006<sup>[5]</sup>）。并且相关研究表明，即使在美国等发达国家的资本市场上，由于政府管制或者市场摩擦等原因，投资者的卖空行为也受到一定程度的限制。由此可以预见我国在较长一段时期内仍然会存在比较高的卖空成本。

因此，相对于发达国家的金融市场，异质信念和卖空限制更好地刻画了我国股票市场的特征，研究异质信念对限售股解禁后的股票价格的影响，无论从学术还是实践角度来看都具有十分重要的意义。由于我国股票市场的数据都是在卖空限制的状态下产生的，因此本文把卖空限制作为研究的背景，不再专门进行讨论，而将重点放在异质信念的角度，主旨在于研究异质信念对股改限售股解禁事件的后续市场反应的影响。

## 第二节 文章结构与主要内容

本文主要的研究内容是：把国外股票市场关于异质信念的研究成果和方法与我国股票市场股改限售股解禁事件的实际情况相结合，运用现代经济计量学方法与计算机技术，首先采用事件研究法对我国股票市场限售股解禁后的市场反应进

行实证分析,再对异质信念和股改限售股解禁后的后续横截面收益之间的经验关系进行实证研究,并对实证结果进行初步的解释。

本文的结构如下:

第一章为绪论,简单介绍本文的研究背景和意义、文章的结构与主要内容、文章的研究方法与创新点等问题;

第二章为股权分置改革限售股解禁事件,简要的介绍此次股权分置改革进程、股改限售协议及其形成原因、股改限售股解禁的描述性统计分析、投资者对股改限售股解禁所持态度和成因分析等,为本文的实证分析提供一个直观具体的事件背景;

第三章为股改限售股解禁和异质信念的相关文献回顾,此章详细叙述了有关股改限售股解禁的相关文献、异质信念的形成基础和它对股票收益影响的理论模型,并详细回顾了国内外有关异质信念的相关实证研究,为本文对异质信念与股改限售股股票收益的实证研究奠定基础;

第四章为变量定义和研究方法,首先论述异质信念的衡量方法以及本文所选取的异质信念代理指标的原因及构造方法,其次为本文采用的实证研究方法和思路,最后是本文的研究方法简介;

第五章为本文的实证研究结果,包括样本数据的选择、描述统计、累积异常收益率结果分析、横截面回归结果分析和稳健性检验等,这一部分的结果论证了:对股改限售股解禁事件的异质信念会对我国股改限售股解禁事件的后续收益产生影响,且异质信念与未来的股票收益呈显著负相关关系,基本符合 Miller 的观点;

第六章是结论与政策建议,概括了本文的主要结论,并根据结论提出了一些政策建议,同时指出了本文的局限性和未来的研究方向。

### 第三节 研究方法与创新点

在研究方法上,本文采取以实证分析为主,规范分析为辅的有机结合,并在主要运用定量分析的基础上辅助以定性分析。在文章主体的实证研究中,坚持以精确的计量经济学模型对数据进行处理,期望从海量数据中发现隐藏的经济规

律。本文所用到的计量方法主要有事件研究法、横截面线性回归等。

本文的创新之处在于：（1）股改限售股解禁是股权分置改革一年后才产生的问题，目前，这方面的研究还比较少，尤其是定量研究，对股改限售股解禁的市场反应及其成因的分析可以对解决此问题带来的市场困惑起积极的引导作用；

（2）通过异质信念对股改限售股解禁事件的相关数据进行实证分析，发现异质信念是影响股改限售股解禁短期后续收益的一个重要因素，并且限售股解禁后一个月的收益随着投资者对解禁事件意见分歧度的增大而减少，显示出异质信念与股票未来收益呈现负相关关系，支持了 Miller 的观点，填补了股权分置改革相关研究在这一方面的空白。

## 第二章 股改限售股解禁

本章分为四个部分：第一部分介绍此次股权分置改革的进程；第二部分介绍股改限售股解禁的限售协议及制度设计原因；第三部分对股改限售股解禁事件进行描述性统计分析；第四部分分析投资者对股改限售股解禁事件所持有的态度及成因。

### 第一节 股权分置改革进程

2005 年，我国政府审时度势，提出股权分置改革，根据此次股改的实施情况，其进程大致可分为试点阶段、全面启动阶段、攻坚阶段和基本完成阶段<sup>[6]</sup>。

1. 试点阶段。2005 年 4 月 29 日，以证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，拉开了股权分置改革的序幕。5 月 8 日，证监会发布《上市公司股权分置改革试点业务操作指引》。5 月 9 日确定三一重工、清华同方、紫江企业和金牛能源为首批股改试点的 4 家上市公司。

在试点期间，中国证监会、国资委陆续出台相关政策，引导、规范和推进股权分置改革：5 月 30 日，证监会和国资委联合发布《关于做好股权分置改革试点工作的意见》，进一步规范试点工作，要求大中型上市公司积极参加股改；6 月 4 日，证监会公布 45 家保荐机构，明示 IPO 与再融资暂停，并且公布《上市公司回购社会公众股份管理办法》，支持股改；6 月 16 日，证监会允许控股股东通过二级市场增持流通股。这些规范性文件的出台，为股权分置改革试点工作的顺利进行发挥了重要的促进作用。

2005 年 6 月 19 日，第二批 42 家上市公司股改试点启动，试点公司涵盖了大型中央企业、地方国有企业、民营企业和中小企业等不同类型的企业，量大面广，股改试点方案呈现多样化，为股改的全面铺开积累了经验。到股改试点结束时，46 家公司中除清华同方外，股改方案都获得股东大会通过。

2. 全面启动阶段。2005 年 8 月 23 日，经国务院批准，中国证监会、国资委等五部委联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，对股改的意义、

指导思想、总体要求等提出了方向性意见，标志着股权分置改革全面启动。9月4日中国证监会发布了《上市公司股权分置改革办法》，9月6日深沪交易所分别发布了《上市公司股权分置改革业务操作指引》，9月8日和17日国资委先后发布了《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》、《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理审核程序有关事项的通知》，这些文件的出台为股权分置改革扫清了最后的政策障碍。

到2005年底，全面启动阶段共推出16批股改公司。更具有重要意义的是，11月22日，中小板完成股改，成为第一个意义上的“全流通”板块，标志着股改取得了阶段性成果。

3. 攻坚阶段。为加快股改进程，妥善解决股改中发现的一些问题，如：占市值比重较大的国有控股公司股改进度相对缓慢；未股改公司较多的存在亏损、担保、占用资金等问题；一些地方或部门对股改采取观望态度，对推进本地区、本部门的股改欠缺作为；一些公司非流通股控股股东与流通股股东在股改对价上难以协商达成共识，股改方案未获股东大会通过的现象增多等，2005年11月10日中国证监会、国资委等五部委在北京召开“股权分置改革工作座谈会”。在此次会议上，39家央企控股上市公司和11个重点地区的135家地方国有控股上市公司被列为股改重点对象。与此同时，与股改相关的财政、税收、外资、股权激励等涉及多个部门的配套政策陆续推出，有力地支持了股改。

截至2006年2月14日，深市主板股改公司总市值已占深市A股总市值的53.79%，2006年2月28日，沪市股改公司总市值亦达到52.53%。截至2006年4月23日，深沪证券交易所在全面启动股改后有30批共计878家公司完成股改或进入股改程序，占应股改公司的65.33%。至此，我国股改取得了实质性的突破和进展。

4. 基本完成阶段。2006年10月9日，1014家G股公司摘去“G”标记，恢复股改方案实施前的简称；其余276家未进行股改或已进行股改但尚未实施的公司，其简称前被冠以“S”标记，以提示投资者，官方认定的股改时代已经到了收尾阶段。2006年10月10日，中国石化完成股改后复牌，至此，我国证券市场市值排名靠前的公司全部完成股改，标志着股改基本完成。

随着90%以上的上市公司完成股改，我国证券市场运行机制开始发生根本性



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库